

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	69,400원
현재주가	46,000원
상승여력	50.9%

Stock Information

시가총액	4.48조원
발행주식수	9,748만주
유동주식비율	72.0%
52주 최고가	61,000원
52주 최저가	41,500원
외국인 지분율	25.8%
KOSPI	2,469.85
KOSDAQ	799.06

Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	41.9	26.7	20.4
MKT P/E	41.9	21.2	21.0

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(%)	-9.1	-11.9	2.7
상대주가(%)	-8.0	-7.8	-5.2

Price Trend



KUVIC Research 1 Team

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	39기 Senior 정승호
팀원	39기 Senior 박규란
	39기 Senior 이재훈
	40기 Junior 강기원
	40기 Junior 공서현
	40기 Junior 박천익

Who We Are



한국항공우주 (047810)

작전명 신세KAI

Key Point

당사의 핵심 사업부인 고정익 부문의 수주가 반영되며 매출 성장을 견인했다. 또한 2023년도 3분기부터 제품 납품일이 기준이 아닌, 수주에 대한 진행률을 기준으로 매출이 인식되기 때문에 폴란드형 매출도 빠르게 가시화되었다. FA-50를 필두로 한 고정익 부문의 수주가 증가하는 동시에 회전익의 국내 전력화가 발빠르게 진행되며, 10년동안 170여대 납품을 통한 매출 상승을 보장받았다. 마지막으로 보잉과 에어버스가 민항기 생산량을 증가하고 있는 가운데, 기체 부품 분업화 추세가 강해져 당사의 안정적인 사업분야인 기체부품의 수주가 점진적으로 상승 중이다. 또한 현재 세계가 군비 상승의 국면에 진입했다. 군비경쟁은 한번 시작되면 그 관성에 의해 십수 년간 군비를 증가시키기 때문에, 당사에 유리한 무대가 마련되었다고 판단한다.

2023F 매출액 4조 705억원, 영업이익 2,218억원

2023년 매출액은 완제기 수출 부문 1조 5,558억원(YoY +1,123%), 국내 사업 부문 1조 8,546억원 (YoY -3.2%), 기체부품 수출 부문 6,462억원 (YoY -11.4%)으로 전망한다. 전체 매출액은 4조 705억원(YoY +46.1%), 영업이익은 2,218억원으로 전망한다.

이러한 실적은 완제기 수출 부문에서의 폭발적 매출 향상에 기인한다. 폴란드와 동남아형 수주 매출 진행률이 2024년부터 본격적으로 반영되면서 구조적으로 매출 상승에 기여할 것으로 전망한다. 미국 해군의 UJTS 훈련기 교체 사업에 선정이 확실시되면서, 120대 가량의 완제기 수출 매출이 2025년도부터 반영된다면 폭발적인 매출 상승세를 기대할 수 있다. 뿐만 아니라, 회전익 부문의 성장을 위해 정부에서 TF팀을 구성하고 수출 자문단을 기획하여 당사의 추후 성장을 도모하고 있다. 또한 해외 완제기 기업들이 부품제작 분업화에 적극적으로 나서면서 매출에 수혜를 입을 것으로 기대된다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '69,400원'

상승 여력 50.9%, 2024F 목표주가 69,400원으로 매수 의견을 제시한다. 전세계적인 군사력 증강에 따른 해외 수출 확대, 국내 개발사업 확대에 따른 독점 수혜, 기체부품 외주의 고착화 등의 요인이 향후 안정적인 매출 성장을 보장해 줄 것이라 판단한다. 현재 미국과 이집트발 전투기 수주 계약의 체결이 유력한 상황이다. 이는 2011년 인도네시아와의 T-50 계약을 계기로 수출길이 열림에 따라 2014년까지 해외 수주 호황을 누렸던 시기와 유사하다. 이에 당시 4개년 PBR의 평균인 3.55를 목표 멀티플로 삼았다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	2,825.1	2,562.3	2,786.9	4,070.5	3,995.3
YoY (%)	-9.2	-9.3	8.8	46.1	-1.8
영업이익 (십억원)	139.5	58.3	141.6	221.8	302.8
YoY (%)	-49.4	-58.2	143.1	56.6	36.5
영업이익률 (%)	4.9	2.3	5.1	5.4	7.6
당기순이익 (십억원)	74.6	63.9	118.5	167.8	220.3
EPS (원)	765.5	655.6	1215.3	1,721.6	2,260.1
P/E (배)	33.7	49.5	41.9	26.7	20.4

주: K-IFRS 연결 기준, 당기순이익은 지배주주분 당기순이익

자료: KUVIC Research 1팀

CONTENTS

I. KEY TAKEAWAY	3
불안정한 국제 정세와 군비 확장의 시대	3
기업 개요	3
폴란드형 이외 수주의 진행률 반영 시점	4
II. 투자포인트	6
영공을 책임지는 수호신, FA-50/T-50	6
전례 없는 규모의 미국향 역수출	12
III. 투자 Risk	16
미국 대선이 몰고 올 파급효과	16
쉽게 사라지지 않는 불안감, KF-21	16
IV. Valuation	17
매출 추정 논리	17
비용 추정 논리	20
Historical PBR Method	22

I. KEY TAKEAWAY

불안정한 국제 정세와 군비 확장의 시대

2차 세계대전 이후, 세계 평화 유지를 목적으로 UN이 설립되고 전 세계는 과거를 반복하지 않기 위해 노력해왔다. 하지만, 우크라이나-러시아 전쟁의 발발로 인해 침략전쟁이 일어나지 않을 것이라는 희망은 사라졌다. 전쟁의 확산을 우려한 많은 국가들이 개입을 주저하였고, 이는 각 국가로 하여금 자국의 안보를 책임질 국방력 확보의 필요성을 절감하는 계기를 제공했다.

우크라이나-러시아 전쟁뿐만 아니라 이스라엘-하마스 전쟁, 인도 태평양 지역 분쟁 등 불안한 국제정세가 지속되고 있다. 불안정한 정세에 맞추어 세계 각국은 오랜 기간의 군축기를 끝내고 군비 확장의 시대에 진입했다. 재무장을 위한 전세계 방산 수요가 증가 추세에 있으며, 그 중에서도 경전투기 부문 수요는 큰 규모로 확장되고 있다. 지금껏 각국 국방부는 전투기 기술 발전에 중점을 두고, 더 높은 세대의 전투기를 보유하기 위해 노력해왔다. 하지만 최근 전쟁의 영향으로, 긴 리드 타임의 하이엔드급 전투기보다 곧바로 전쟁에 투입할 수 있는 전투기에 대한 수요가 늘어나고 있다. 우크라이나-러시아 전쟁은 무기 확보의 필요성을 강화하였고, 비정규전에 대한 우려가 높은 국가들에게 있어서는 지상에서의 공중 지원을 제공할 수 있는 경전투기가 필요하다. 제3세계 국가들의 경우는 스텔스 전투기와 같은 제트 전투기를 수입할 재정적 여력이 부족하여 전력 빈틈을 채우기 위해서는 경전투기가 제격인 상황이다.

기업 개요

한국항공우주는 항공 방산 분야의 독점적 지위를 갖는 기업으로서, 훈련기, 경공격기, 헬기 등을 개발 및 생산을 하고 있다. 동사의 매출은 크게 완제기 수출, 국내 사업, 그리고 기체 부품 수출로 나뉜다. 고등훈련기인 T-50과 같은 계열의 경공격기인 FA-50은 뛰어난 성능과 합리적인 비용에 이점을 가져 완제기 수출의 주력 제품이 되고 있다. 최근 FA-50 폴란드 수주 계약이 성사됨에 따라, 한국산 완제기 수출이 더욱 활발해질 것이라는 기대감을 안겨주었다. 국내 사업은 KUH (수리온)과 LAH 계열의 개발 및 국내 공급에 해당하는 회전익 사업과 KF-X사업, 국내 기체 수리 부속 등을 포함하는 방산 기타로 구분된다. 기체 부품 수출의 경우, 주요 고객사로는 Airbus, Boeing, Embraer 등의 기업이 있으며 이는 기체 구조물을 공급하는 사업에 해당한다. 완제기 업체들은 최종조립에 집중하고 핵심 협력업체가 기체구조물을 제작하여 납품하는 글로벌 분업화가 보편화되며 당사의 역할이 확대되고 있다.

최근 완제기 부문의 해외 수출이 역대 최고로 확대되어 기존 국내 사업 매출 중심의 매출 구조에서 점차 벗어나고 있다. 과거 70%를 차지했던 매출구조에서 탈피하여, 2023년 3분기 매출구조는 완제기 17.06%, 국내 사업 59.29%, 기체부품 수출 23.65%로 구성되어 있다.

폴란드향 이외 수주의 진행률 반영 시점

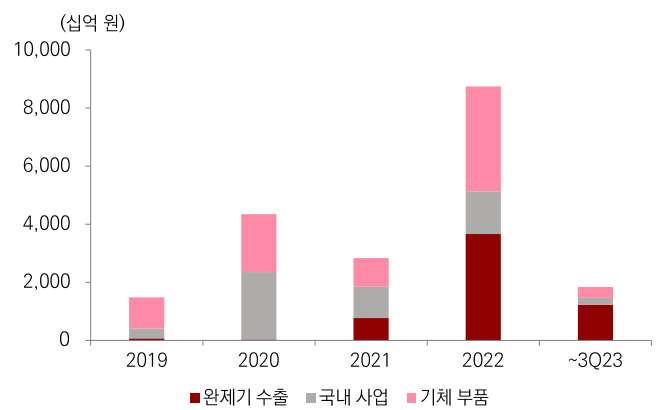
현재 폴란드가 계약을 맺은 FA-50의 1호기의 출고가 단 8개월만에 이루어졌다. 한시가 급한 폴란드가 초도 납품을 발빠르게 맞춰 줄 수 있는 구매처를 원했기 때문이다. 정부에서도 원활한 납품을 위해 부품 수급 등을 적극적으로 지원했으며, 성능 검사 또한 순조롭게 진행되었다. 수출용 FA-50 12대를 연말까지 인도하는 계획에 차질 없이 진행되어 1~2호기는 8월에 이미 시험 비행을 완수했다. 폴란드에 2025년 11월부터 2028년 9월까지 성능이 개선된 FA-50을 납품하기 위해 연구개발과 부품 생산라인이 최대로 가동될 예정이다. 새로운 납품 계약을 체결한 뒤 실제 생산에 들어가려면 기초 생산라인이 비어야 한다. 관계자에 따르면 기초 생산라인은 폴란드향 전투기의 마지막 납품시점인 2028년 9월에서 8개월~1년 전 시점인 2027년 말에서 2028년 초 사이에 여유가 생길 것으로 예상된다. 따라서 폴란드향 이외의 다른 수주계약을 체결하더라도 실제 생산과 그에 따른 생산 진행률 반영이 가능한 시점은 2027년 말이 될 전망이다.

자료 1. 글로벌 국가 국방비 지출 추이



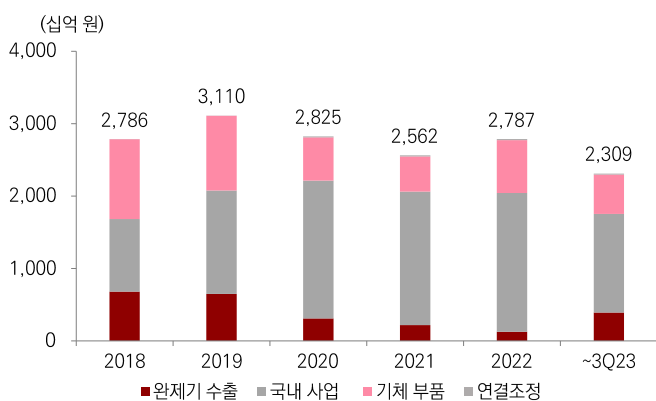
자료: SIPRI, KUVIC 리서치 1팀

자료 2. 한국항공우주 신규 수주 규모



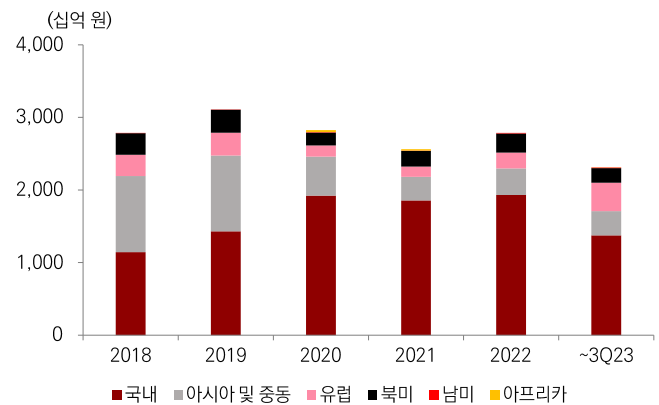
자료: , KAI, KUVIC 리서치 1팀

자료 3. 한국항공우주 사업부별 매출액



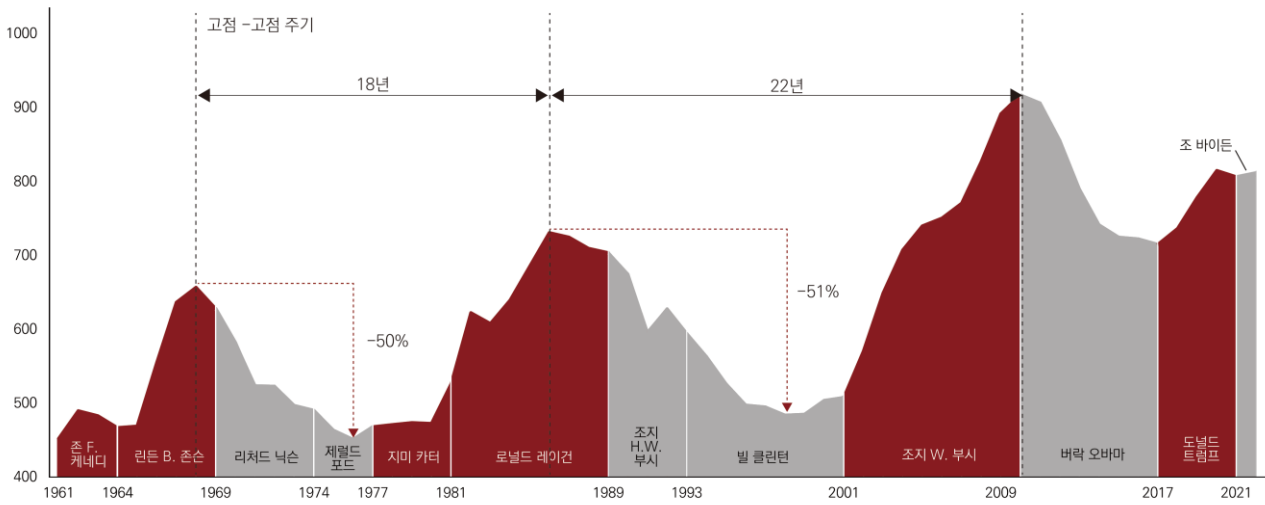
자료: KAI, KUVIC 리서치 1팀

자료 4. 한국항공우주 지역별 매출액



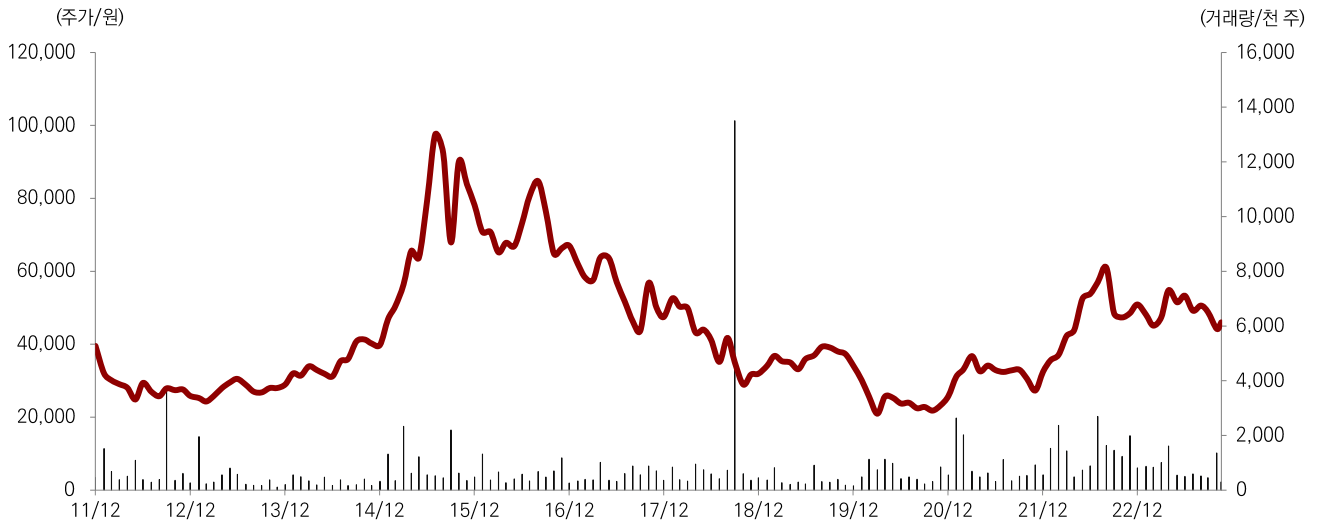
자료: KAI, KUVIC 리서치 1팀

자료 5. 군비 확장 사이클 (단위: 십억 \$)



자료: Department of Defense FY22, KUVIC 리서치 1팀

자료 6. 한국항공우주 주가 추이



자료: Quantiwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 7. 주가 변동 이슈

2011/12 ~ 2014/12	T-50 계열 수주 성공 (필리핀, 이라크), 항공기 수주 잔고 상승에 따른 주가 상승
2015/01 ~ 2015/08	2015년 초 한화 KAI 인수설, 미국 T-X 훈련기 사업(38조 규모) 록히드와 논의 시작
	2015년 2월 FA-50 24대 페루 수출 타진 2015년 3월 감사원 비리 의혹 수사 착수, KF-X(현재 KF-21)사업 (사업 규모 18조) 수주 KF-X 사업과 미국향 수출에 대한 기대감으로 주가 상승
2015/09 ~ 2017/07	2015년 9월 미국 KF-X에 필수적인 레이더(AESA) 기술 이전 거절 오버행 이슈 발생, 수리온 기체 결함 발생, 16년 수주 목표 50%에도 못 미침.
2017/07 ~ 2020/02	새 정부의 방산 비리 척결 기조 및 관련 수사 진행, 하성용 대표 사임
2020/03 ~ 2021/02	코로나 개별 상승
2022/01 ~ 2022/09	2022년 2월 우-러 전쟁의 발발, 폴란드 수주 기대감으로 주가 상승
2023/09 ~ 현재	KIDA의 KF-21 초도 물량 40대에서 20대로 감축에 따른 주가 하락

자료: KUVIC 리서치 1팀

II. 투자포인트

영공을 책임지는 수호신, FA-50/T-50

수주계약 체결 고려 조건

한국항공우주의 수주 잠재력을 설명하기에 앞서, 전투기 수주 계약 체결에 주로 고려되는 조건들을 먼저 소개한다. 기체의 측면에서는 호환성과 높은 신뢰도가 있다. 수요국이 보유한 전투기와 수출하려는 전투기가 호환성이 좋으면 조종사가 장시간의 훈련을 다시 받지 않고도 새 전투기를 원활하게 운용할 수 있어 비용과 시간을 절감할 수 있다. 또한 이미 여러 나라에서 운용되어 실전 경험이 많고 사고 기록이 적은 기체일수록 신뢰할 만하다고 평가되어 수주 경쟁전에서 좋은 평가를 받는다.

외교적인 측면에서는 전투기를 구입하고자 하는 국가, 즉 수요국의 대외관계를 고려해야 한다. 전투기의 중요 부품은 국방 기밀이므로 전투기나 전투기의 부품을 생산한 나라와 수요국이 갈등 관계라면 수출을 할 수 없다. 한국항공우주의 경우 미국이 생산한 엔진과 영국이 생산한 사출좌석 때문에 미국 혹은 영국과 갈등 관계인 나라에는 수출이 불가능했다. 이를 반대로 보면 수요국이 특정 국가와 친밀한 외교적 관계를 쌓거나 유지할 필요를 느끼는 경우, 다른 국가보다 그 나라의 전투기를 선정할 가능성이 더 높다는 뜻이기도 하다.

이외에도 전투기의 대당 가격과 납품까지 걸리는 시간 등이 중요한 고려 요소이나, 어떤 국가와 어떤 시점에 몇 대를 계약하는지에 따라 같은 전투기라도 변동폭이 큰 편이다.

자료 8. T-50/FA-50 경쟁 모델 비교

	T-50/FA-50	F-16	T-7	M-346/M-346FA	RAFALE	L-15
사진						
생산국가	한국	미국	미국/스웨덴	이탈리아	프랑스	중국
생산회사	KAI	록히드마틴	보잉-사브	알레니아 아에르마키	다쏘 항공	HAIC
기종분류	훈련기(T)/경전투기(FA)	다목적 전투기	고등 훈련기	고등 훈련기/경전투기(FA)	다목적 전투기(4.5세대)	훈련기
가격 (US\$ mn)	25 (T) / 40 (FA)	80	21.8	25/50(FA)	100 - 120	10-15
속도영역	초음속	초음속	초음속	전음속	초음속	전음속/초음속(with.애프터버너)

자료: KUVIC 리서치 1팀

폴란드에서 시작된 유럽 진출, 이제는 슬로바키아와 루마니아

폴란드 계약 성사를 통해 유럽향 완제기 수출의 교두보를 지은 KAI. 이 다음으로 유럽에서 당사의 완제기 수출 사업 시야권에 들어오는 국가들은 슬로바키아와 루마니아다. 주로 인접 국가들간의 거래로 전투기 수요를 충당하는 서유럽권과 달리, 동유럽권은 자국의 상황에 따라 멀리 있는 한국에서 전투기를 가져오는 것에 대해서도 개방적인 입장을 취하고 있다. 이는 폴란드와의 계약이 성사될 수 있었던 배경이기도 하다. 동유럽권에서 1) 완제기 구매력 보유 2) 경공격기 자체 생산 능력 미비 3) FA-50의 역할을 수행하는 전투기의 노후화에 따른 교체 수요 존재라는 세 조건을 모두 만족하는 국가는 슬로바키아와 루마니아다.

특히 슬로바키아의 경우 L-39 고등훈련기를 교체하고 우크라이나에 공여한 MiG-29의 전력 공백을 채우기 위해 당사와 수출 업무 협약을 맺음으로써 FA-50 수주 10대가 사실상 확정된 상태이다.

루마니아는 노후한 훈련기인 IAR-99소임을 더 이상 자체적으로 생산하지 않고 있어 교체가 필요하다. 또한 루마니아는 미국의 F-35와 F-16을 추가적으로 도입해 공군의 주전력으로 이용할 계획인데, FA-50은 경쟁 훈련기 모델 중 미국제 전투기와 호환성이 가장 높으므로 향후 루마니아향 FA-50 수주가 발생할 확률이 높은 것으로 판단한다.

공군 체계를 확립하려는 아일랜드

아일랜드는 공군이 아닌 항공대에 해당하는 전력을 보유하고 있는 국가로서 공군력이 미비하다. 영공 주권 수호조차도 영국에 의존하고 있었으나, 2020년 러시아의 아일랜드 서해 영공 침범을 통해 아일랜드에서도 공군 체계 확립의 필요성이 대두되었다. 아일랜드 방위군 위원회는 보고서에서 8~12대의 전투기 조달 계획을 거론하며 아일랜드 영공 주권에 최적화된 후보로 FA-50을 꼽았고, 더블린에서 열린 국방정상회의에서 록히드 마틴 대표는 아일랜드군에게 자사 전투기와 대한민국의 경전투기 FA-50의 사용을 권장하며 FA-50의 수출 가능성을 암시하는 신호들이 맞물리기 시작했다. 다만 아일랜드의 경우 FA-50의 구체적인 도입 시기는 아직 미지수이나, 가성비를 고려한 성능의 측면에서 경쟁 모델들을 압도하고 있는 FA-50의 선정이 유력하다고 판단한다.

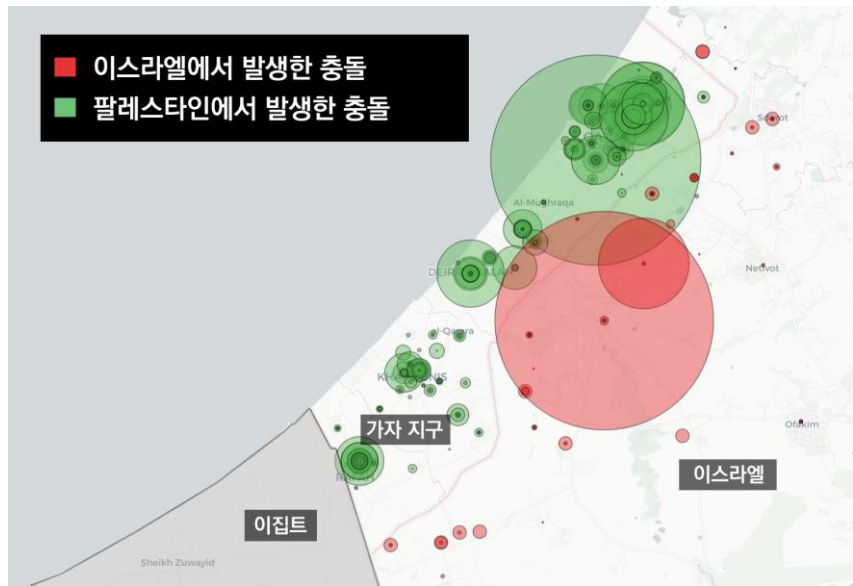
중동과 북아프리카로의 교두보, 이집트

현재 중동지역은 이스라엘과 하마스 전쟁의 불꽃에 휩싸여 있다. 무기 계약 성사는 다양한 조건들이 맞아떨어져야 하기 때문에, 무기를 수입하려는 사업계획이 있어도 사업이 지연될 가능성이 있다고 보는 것이 일반론이다. 다만 이스라엘 - 하마스 전쟁과 같은 예상치 못한 전쟁의 발발은 인접 국가들이 추진력 있게 군사력 증강 계획을 실행에 옮기게끔 하며, 그 중 동사의 잠재 수주풀에 들어갈만한 국가는 이집트이다.

이집트는 훈련기 교체가 시급하다. 현재 이집트가 훈련기로 운용중인 알파 제트 44기는 시장에서 단종되어 부품 조달이 어렵고, 초음속, 천음속보다 낮은 속도영역의 아음속 훈련기라서 실제 전술기에 대응하는 훈련을 하기 힘들다. 뿐만 아니라 같이 운용 중인 100기 이상의 K-8 중국제 훈련기는 기체 신뢰도가 떨어져 조기 퇴역이 결정되었기 때문에 빠른 시일 내에 새로운 전투기를 들여와야 한다. FA-50은 이집트가 운용중인 240대의 F-16을 만든 록히드 마틴의 핵심 기술이 들어간 전투기인만큼 경쟁사 모델에 비해 호환성이 뛰어나 수출 성사가 예상된다. 실제로 강구영 사장은 올해 4월, “이집트는 현재 (FA-50 경공격기) 초기 36대 수출 협상을 진행하고 있고, 많게는 100대까지 늘어날 수 있을 것”이라 밝힌 바 있다.

이집트의 자체적인 군사력 증강의 니즈를 당사가 발빠르게 채워주었다는 점도 수출 성사 가능성을 높게 평가하는 이유이다. 이집트는 예전에 미국의 원조를 받아 미국의 전투기 F-16을 수입하였을 만큼 군사력의 해외 의존도가 높았기에 자체적인 군사력 증진 방안을 고민하며 네트워크 통신 체계 등의 개발 사업을 시도했다. 다만 전투기 생산의 측면에서 별다른 성과를 내고 있지 못했는데, 이때 도움의 손을 내민 것이 당사였다. 2022년 11월에 이집트는 당사와 훈련기 현지 생산에 대한 업무협약(MOU)을 체결하였으며, 이는 자체적인 무기 생산기술이 필요한 이집트와 FA-50 수출을 성사시키기 원하는 당사 모두에게 이득이 되는 win-win 전략이다. 더군다나 이러한 현지생산은 미래에 이집트에서 다른 완제기 수요가 발생할 때, 경쟁사 대비 당사에게 막강한 우위를 가져다줄 것으로 예상된다.

자료 9. 이집트에 근접한 이스라엘-하마스 충돌



자료: KUVIC 리서치 1팀

남중국해 국가들의 갈등, 필리핀

동남아시아 지역의 전투기 수요 발생의 근본적인 원인은 남중국해 분쟁이다. 분쟁을 촉발하는 주요 국가는 중국인데, 중국은 패권국으로 등극하기 위해 육상, 해상 실크로드까지 구축하는 목표를 가지고 있다. 이러한 공격적인 대외 정책으로 인해 남중국해 인접국들은 중국의 패권 확대를 우려할 수밖에 없는 상황이며, 그 우려가 현실화된 케이스가 중국과 대만 사이의 갈등이다. 중국과의 관계뿐만 아니라, 필리핀-말레이시아, 인도네시아-말레이시아와 같이 역사적 갈등 관계도 잔존하고 있다. 따라서 인접국들은 자국 이익 보호를 위해 군사 전력을 확보하는 추세이며, 그 중에서도 필리핀이 유력 수출 후보이다.

2014년 동사는 필리핀에 FA-50PH 12대를 수출하는 계약을 성사시켰다. 이후 2017년 필리핀군과 반군 사이에 발생한 마라위 전투에서 FA-50은 70회 이상 출격하며 반군 격퇴 임무에서 맹활약하였고, 필리핀군에게 필수적인 전력으로 인식되었다. 또한, 최근 미국과 필리핀의 합동 훈련에서 FA-50이 스텔스 전투기인 F-22를 격추시키면서 뛰어난 성능을 증명했다. 필리핀군은 공군 전력을 추가하고자 했으나 예산 문제로 선정이 늦어졌던 만큼 가성비가 뛰어나고 다목적 전투기와 훈련기의 역할까지 겸할 수 있는 동사의 FA-50이 가장 유력한 후보이다. 실제로 코너 앤서니 칸라스 공군참모총장은 FA-50 개량형 블록 20을 원한다는 의사를 표명함과 동시에 FA-50이 공대공과 공대지 임무를 수행할 수 있는 우수한 다목적 훈련 전투기라는 평가를 남겼다. 이미 한번의 수출을 성사시킨 경험, 실제 전투에서 증명된 확실한 성능과 긍정적인 평가를 고려하면 FA-50의 추가 수출이 성사될 가능성이 높다고 판단한다. 수출이 성사된다면 규모는 612 억 페소(약 1조 4,706억원), FA-50 블록 20 12대로 계약이 체결될 전망이다.

자료 10. 남중국해 분쟁의 지정학적 위치



자료: KUVIC 리서치 1팀

오세아니아 (호주)

호주는 2020년 노후화된 BAE 호크 127 훈련기를 교체하는 Air 6002 Phase 1 사업을 개시하며 RFI를 보내 후보를 물색했다. 한국항공우주(T-50)와 보잉(T-7A 레드호크), 레오나르도(M-346 마스터) 등이 회신하였으나, 현존하는 호크 훈련기를 업그레이드해주겠다고 한 BAE 시스템스의 제안이 2022년 채택되었다. 다만, 기존 호크 127 훈련기를 개조하더라도 2031-2년에 퇴역할 예정이기에, 2027년까지는 새로운 계약을 맺어야 이전 훈련기의 퇴역 시기에 맞춰 새로운 훈련기를 들여올 수 있다.

이전의 수주 경쟁전에서 각 모델이 얻었던 평가를 종합하면 당사의 T-50이 상당한 경쟁력이 있음을 알 수 있다. 폴란드 국방부장관이 폴란드의 Mig기 대체 사업에서 FA-50이 선정된 이후 M-346의 성능이 만족스럽지 않았다고 밝힌 전적이 있고, T-7A는 현재 연이은 기술 결함으로 양산이 계속 연기되어 시장이 신뢰하지 못하고 있기 때문이다. 따라서 호주의 Air 6002 Phase 1 사업 또한 동사의 완제가 채택될 가능성이 상당하다.

중남미

중남미에는 마약 카르텔, 갱단에 의한 저항도 분쟁 진압 및 마약 운반기 격추를 위한 전투기 수요가 존재한다. 또한 현재 정치적으로도 미국의 기술이 들어간 전투기를 판매하기 유리한 상황이 조성되었다. 전통적으로 반미 성향을 띄었던 좌파 정권의 후보들이 최근 5년 사이 대거 당선되었음에도 불구하고 러시아에 대한 서방의 제재가 강화되어 현실적으로 러시아산 무기를 구매하기 어려워졌기 때문이다. 이는 아래의 중남미 무기판매 추이에도 드러나는데, 2016년까지는 대중남미 무기판매국 포트폴리오에서 일정한 비중을 차지하던 러시아와 중국이 완전히 사라진 것에서 알 수 있다. 또한 최근의 중도좌파 정권들은 미국과 우호적인 관계를 유지하는 정권도 있는 등 완전한 친미 혹은 반미 정책보다 각국의 사정에 맞는 대외정책을 취하고 있다는 점도 참고할 만하다.

콜롬비아의 경우 다양한 리포트에서 수출 잠재력이 큰 국가로 거론되었다. 현재 보유하고 있는 이스라엘제 크피르 전투기는 이미 43년이 되어 너무 낡았고, 유지보수비용이 엄청나게 늘어나고 있어 콜롬비아 군이 한국항공우주의 T/FA-50에 관심을 보이고 있는 것으로 보도되었기 때문이다. 허나 예산 문제로 다쏘 항공 및 사브와의 협상이 결렬되는 동안 전투기 교체 사업에 678백만 달러를 책정했던 기존 정부 문서 CONPES 4078의 효력의 소멸하였고, 때문에 앞으로 사업이 어떻게 될 지 예측하기 어려우나 노후화된 전투기로 인해 교체 수요만큼은 확실한 상황이다.

자료 11. 대(對)중남미 무기판매 추이 (단위: 백만T/V, %)

수출국	1992 - 1996		1997 - 2001		2002 - 2006		2007 - 2011		2012 - 2016		2017 - 2021	
러시아	191	4.7%	599	9.3%	445	8.5%	2,296	27.0%	1,853	28.7%	7	0.2%
중국	27	0.7%	0	0.0%	25	0.5%	251	2.9%	435	6.7%	1	0.0%
이스라엘	238	5.9%	142	2.2%	389	7.4%	512	6.0%	207	3.2%	112	3.9%
유럽	1,772	44.1%	2,322	35.9%	2,489	47.4%	2,865	33.7%	1,793	27.8%	1,192	41.2%
미국	972	24.2%	2,188	33.8%	1,151	21.9%	1,110	13.0%	1,424	22.1%	663	22.9%
기타	822	20.4%	1,218	18.8%	754	14.4%	1,478	17.4%	740	11.5%	921	31.8%
전체	4,022		6,469		5,253		8,512		6,452		2,896	

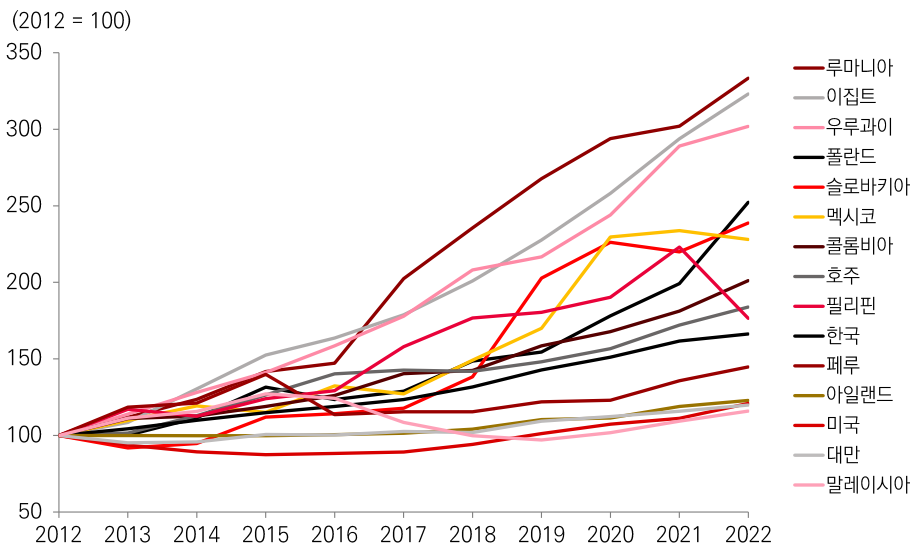
자료: SIPRI, 대외경제정책연구원, KUVIC 리서치 1팀, 주) T/V: SIPRI에서 개발한 재래식무기의 국제 이전량 측정시스템으로 핵심무기세트의 단위생산비용을 기반으로 이전의 금전적 가치보다는 군사자원의 이전가치 평가

자료 12. 잠재적 수출 가능 국가

대륙	국가	가능성
유럽	폴란드	FA-50를 기반으로 한 기지사무소 건설로 거점을 통한 추가 구매 요청 인도네시아를 대체할 KF-21 컨소시엄 후보자 헬기(KUH, LAH) 등 다양한 제품군 고려
	슬로바키아	L-39 고등훈련기를 교체 우크라이나에 공여로 인한 MiG-29의 전력 공백 수출 업무 협약: FA-50 수주 10대가 사실상 확정
	루마니아	F-16 도입 예정으로 FA-50 호환성 확대
중동	아일랜드	러시아의 영공 침공 가능성으로 시찰용 제트기 물색 중 인프라 부족으로 패키지형 전력 도입 가능성 높음
	이집트	이스라엘-하마스 전쟁 지역 인접으로 군비증가 미국의 F-16를 제외한 독립적인 군사력 요구 현재 운용 중인 전투기의 부품 단종, 조기 퇴역 등으로 교체 수요 KAI가 아랍산업화기구인 AOI와 MOU를 체결
동남아시아	필리핀	남중국해 영유권 분쟁 FA-50 12대 수출 완료: 필수 전력으로 포지셔닝
오세아니아	호주	기존 훈련기 예상 기대 수명 2031년 종료: 2027년 선정예정

자료: KUVIC 리서치 1팀

자료 13. 잠재적 수출이 전망되는 국가의 국방비 추이



자료: SIPRI, KUVIC 리서치 1팀

전례 없는 규모의 미국향 역수출

현재 미군은 총 3가지의 훈련기 교체사업을 추진 중에 있다. 미 해군은 145~220대의 고등훈련기(UJTS)와 64~132대의 전술훈련기(TSA)를 각각 도입한다. 미 공군은 128~244대 규모의 전술훈련기(ATT)를 도입할 계획이다. 규모 면에서 해군의 UJTS와 공군의 ATT 사업이 핵심사업으로 꼽히고 있으며 총 사업규모는 337~596대로 예측된다. KAI는 T-50을 후보로 록히드 마틴과 함께 가장 먼저 다가오는 해군 고등훈련기(UJTS) 사업에 도전장을 내민 상태이다. UJTS 사업에 선정된다면 이후 진행될 해군의 가상적기 사업(TSA)까지 노려볼 수 있다는 점도 희망적이다. 두 사업에 모두 선정될 경우 KAI는 최소 200대 이상의 해군 훈련기 사업에 참여하게 되는 것이다. 훈련기 교체 자체만으로도 대규모 사업임은 분명하지만 나아가 미군이 운용하는 항공기라는 홍보효과를 통해 새로운 수출길이 열릴 수 있다는 점에서 의의가 있다.

국방부는 미국시장 진출 지원을 위해 2024년 미국에서 개최되는 미 해군 행사에 우리나라 공군 블랙이글스팀을 참가시키기로 결정했다. 해당 행사를 통해 T-50의 우수성을 적극 홍보하기 위함이며 2024년 예산안에 이미 관련 예산이 반영된 상태이다. 경쟁사인 보잉 또한 T-7을 후보로 해당 사업에 뛰어들었다. 다만 T-7은 아직 개발이 완료되지 않은 기종이다. 과거 T-X 사업에서 T-50과 함께 고배를 마셨던 M-346 역시 사업에 참여했다. 다만 미국 내 연고를 둔 기반시설이 없어 선정될 경우 미국에 공장을 세워야 하는 상황이기 때문에 당사보다 경쟁력이 떨어진다.

자료 14. 미 공군/해군 훈련기 획득사업 정리

사업명 (분류)	선정 일자	교체 기종	후보 기종	예상 도입대수
UJTS (해군)	2023F	T-45	T-50/T-7A/M-346	145~220대
TSA (해군)	2024F	T-45	T-50/T-7A/M-346	64대
ATT (공군)	TBD	AT-38	T-50/T-7A/M-346	128~244대

자료: 미래에셋증권, KUVIC 리서치 1팀

자료 15. 미 공군/해군 훈련기 사업 후보 기종 예상 비용 비교

항목 (단위)	후보 기종			미국 훈련기	
	T-50A	T-100(M-346)	T-7A	T-38C (공군)	T-45C (해군)
대당 단가 (US\$ mn)	25.8	25.0	19.3	19.0	18.5
시간당 운용유지비 (US\$)	2,700	2,500	9,021	9,021	4,997
연간 평균 비행시간 (시간)	200	200	200	200	200
연간 운용유지비 (US\$ mn)	0.9	5.4	2.7	2.7	1.5
사용연한 (년)	25	25	25	25	25
대당 총수명주기 비용 (US\$ mn)	39.3	37.5	55.3	64.1	43.5
최대 속도	초음속 (마하 1.5)	천음속 (마하 0.89)	초음속 (마하 1+)	초음속 (마하 1.3)	천음속 (마하 0.85)
공허중량 (톤)	6.4	4.6	3.3	3.2	4.5
제반기술/기본형상 개발국	미국/한국	유럽/러시아	미국/스웨덴	미국	미국

자료: 미래에셋증권, KUVIC 리서치 1팀

UJTS 훈련기 교체 사업

UJTS 사업은 현재 미 해군이 운용 중인 T-45 훈련기를 교체하는 사업이다. T-45는 현재 도입된 지 30년 이상이 경과하여 꾸준히 안전성 문제가 제기되어 왔다. RFI(사전정보요청)에 따르면 2025년부터 2031년까지 연간 최대 25대의 훈련기가 생산될 예정이다. 이러한 상황에서 KAI는 올해 1월 정부 조달 물량을 줄이는 대신 해외 수출에 주력하는 방향으로 경영 방침을 변경했다.

현재 KAI에게 있어 UJTS 사업이 긍정적으로 전망되는 까닭은 미 해군 측에서 사업 선정 기준 1순위로 납기일을 꼽았기 때문이다. T-45는 지난 2022년 10월 원인불명의 엔진 결함으로 이륙 금지 조치가 이루어졌다. 이에 따라 RFI에서 납기일, 예산, 성능 순으로 사업 선정 중요도를 명시하였는데 T-7은 아직 생산이 지연되고 있으며 M-346은 초음속 항공기인 T-50과 달리 천음속 항공기에 해당한다는 점에서 충분히 승산이 있다고 판단한다. 특히 납기일의 경우 KAI는 최근 출고 기간을 크게 줄이고 있어 기대감을 높이고 있다. 지난해 9월에는 불과 계약 체결 8개월 만에 출고에 성공해 역대 최단기간 출고를 달성한 바 있다.

뿐만 아니라 미 해군과 공군이 서로 동일한 기체를 쓰지 않으려는 경향은 ATT 보다 UJTS에서 KAI가 경쟁 우위를 갖는 부분이다. T-7은 이미 과거 공군 T-X 사업에 선정된 전력이 있기에 동일 기종을 사용하지 않으려 하는 해군의 특성상 T-50이 이번 UJTS 사업에서 경쟁사에 비해 유리할 수 있다. 공군 입장에서도 이미 T-7을 도입하기로 결정한 상황에서 굳이 타 기종을 도입하는 것보다는 이번 ATT 사업에서도 동일한 기종을 도입하는 것이 합리적 판단이라 볼 수 있다. 뿐만 아니라 ATT 사업의 경우 지난 2021년 사업 발표 이후 지금까지 별다른 진전이 없는 상황이라 UJTS 사업에 집중하는 편이 유리하다.

자료 16. UJTS 사업 개요

구분	내용
사업 목적	미 해군 고등 교육용 (실전 투입 직전) 훈련기 교체
사업 규모	최소 145, 최대 220대
사업 핵심 요구 스펙	1. 30,000ft에서 수평 비행으로 M0.84 이상의 아음속~천음속 비행 가능 2. 허용 최대중력가속도는 7.3G 이상: 기체 안정성 3. 유지보수, 수리 및 비행시간당 비용을 최소화하기 위해 유지보수 특성에 대한 진단 예측 및 설계를 통한
사업 타임라인	2023년 후보 기종 및 입찰사 선정 2025년 훈련기 기종 최종 선정 2025년~2031년 연간 25대의 훈련기 생산 2035년 기존 훈련기 퇴역 2042년 사업에 채택된 신 기종으로 완전 전력화

자료: 미 해군 RFI, 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

자료 17. 미해군 연도별 예정 발주량 (대수)

FY A/C ordered	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
# of A/C ordered	5	15	25	25	25	25	25

자료: 미 해군 24년도 예산안, KUVIC 리서치 1팀

과거 T-X 사업 대결구도 (KAI-록히드 마틴 vs. 보잉-사브)

T-X 사업은 지난 2018년 진행되었던 미 공군 고등훈련기 대체 사업이다. 당시 1960년대 부터 운용 중이었던 T-38 훈련기를 대체하기 위해 최소 351대의 훈련기 교체를 위해 사업을 추진하였고 보잉-사브 컨소시엄의 T-7이 최종적으로 선정되었다. KAI-록히드 마틴 컨소시엄은 당시 미 공군이 계획한 197억 달러의 사업 예산 중 약 160억 달러의 입찰가를 제시했다. 그러나 보잉-사브는 미국 정부가 추산한 예상 사업예산의 절반에 못 미치는 92억 달러의 금액을 제시하며 T-50을 제치고 수주에 성공했다. 뿐만 아니라 훈련기 대수도 미 공군이 제시한 최대 대수인 475대를 제공하고 120대의 시뮬레이터까지 제공하겠다는 입찰서를 냈다.

T-7의 선정 배경에는 저렴한 입찰가뿐 아니라 정치적 요인이 존재했다는 분석도 존재한다. 당시 보잉은 군용기 사업이 연이은 적자를 기록하며 T-X 사업을 달성하지 못할 경우 군용기 사업을 중단하겠다는 보도자료를 수 차례 제출한 바 있다. 미국 정부는 보잉이 군용기 사업을 철수할 경우 록히드 마틴의 독점을 우려하여 사업 연기를 감수하면서 보잉을 채택했다는 의견이 지배적이다. 이처럼 T-7은 파격적인 입찰가와 정무적 배경으로 사업선정에 성공했지만, 문제는 올해부터 양산이 시작됐어야 할 T-7이 아직까지 개발 중이라는 점이다. 2024년까지 초도작전능력(IOC)를 획득해야 하지만 연이은 기술 결함으로 인해 수차례 양산이 지연되고 있다.

경쟁기종 비교 (T-7과 M-346)

경쟁기종인 T-7과 관련한 최대 리스크는 보잉이 다시 한번 압도적으로 저렴한 입찰가를 제시하는 것이다. 그러나 이러한 상황은 다시 한번 실현되기 어렵다. 우선 T-7은 지난 2021년 6월 고받음각에서 날개가 진동하는 윙 락(Wing rock) 현상으로 인해 양산계획을 연기했다. 이후 2022년 12월에는 사출좌석(Ejection sheet)에 문제가 생겨 다시 한번 2025년으로 양산 계획이 연기됐다. 결과적으로 2024년으로 예정되었던 초도작전능력 (IOC) 달성 또한 미뤄지기에, 해군이 원하는 기일 내에 실제 운용 적합성 여부를 판단하는 것은 불가능할 것으로 보인다.

T-7의 개발이 연기되면서 보잉은 현재까지 T-X 사업 지연으로 현재까지 10억 달러가 넘는 손실을 부담해야 하는 상황이며 앞으로는 사업 입찰에 신중하게 대응하겠다고 밝혔다. 보잉은 T-X 사업 당시 고정가로 입찰했기 때문에 개발 일정 지연으로 파생되는 비용이나 원자재 가격 상승으로 인한 비용 또한 보잉이 자체적으로 부담해야 하는 상황이다. 또한 미 해군 측은 T-45의 노후화 문제와 관련하여 안전성을 중시하고 있는 상황이기에 아직 개발단계에 있는 T-7 보다는 실제 운용 경험이 있는 T-50이 유리한 위치를 점할 수 있다.

M-346은 이탈리아 알레니아 아에르마키사가 제작한 고등훈련기이다. M-346과 관련한 뚜렷한 리스크는 존재하지 않지만 T-50은 분명 M-346에 비해 경쟁우위가 존재한다. 우선 전투훈련에 있어서 M-346의 한계는 바로 천음속 항공기라는 점이다. 이는 초음속 적응을 위한 훈련이 별도로 필요하다는 의미로 훈련 효율을 떨어뜨리는 요인이 된다. 반면 T-50은 최고속도 마하 1.5에 달하는 초음속 훈련기에 해당한다. 엔진 출력 또한 T-50이 약 40% 정도 뛰어나다는 점에서 확실히 성능 우위를 점하고 있다. 본래 과거 M-346이 시장에서 경쟁력을 갖고 있었던 것은 내장식 전술훈련 시스템(ETTS)의 탑재였으나 T-50 또한 ETTS가 도입되면서 현재는 해당 단점을 상쇄시켰다.

특히 이러한 성능우위를 증명한 사례가 바로 지난 2022년 7월 이루어진 FA-50의 수출계약이다. 기존 M-346의 수출국이었던 폴란드의 Mig기 대체 사업에서 FA-50이 선정된 이후 마리우시 브와슈차크 부총리겸 국방부장관은 연설을 통해 ‘M-346의 구매이유는 저렴한 가격이었을 뿐 성능에 만족한 것이 아니다’라고 도입배경을 설명하며 M-346의 실제 운용경험이 만족스럽지 않다는 점을 명확하게 표현했다. 과거에도 폴란드 측은 M-346의 낮은 가동률과 높은 운용유지비를 지적하며 ‘기술적 효율성이 너무 낮다’고 비판한 바 있다.

III. 투자 Risk

미국 대선이 몰고 올 파급효과

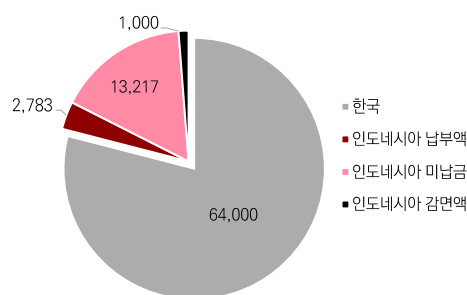
“America First”라는 슬로건으로 유명한 미국의 전 대통령 트럼프가 2024년 11월 5일 열리는 대선에 출마한다. 만약 트럼프가 대통령으로 당선된다면, 트럼프의 자국 우선주의로 인해 2024년 12월~2025년 1월 중 미 해군 UJTS 사업을 위한 훈련기가 선정될 때 보잉에게 수주가 갈 가능성을 배제할 수 없다. 다만 보잉의 경우 이미 올해부터 양산에 들어가야 했던 T-7A 훈련기가 연이어 심각한 결함이 발견되며 양산 결정이 지연되고 있는 상황이므로, UJTS에서 최우선시했던 납기일을 맞춰야 한다는 조건을 충족하기 어렵다. 따라서 보잉에게 유리한 정치적 변화가 있어도 현실적으로 보잉이 계약 여건을 맞출 것이라고 보기 어렵다.

쉽게 사라지지 않는 불안감, KF-21

한국국방연구원의 최신 사업 타당성 연구보고서에 따르면, 공군의 납품 초도물량에 대해 여전히 논쟁이 이어지고 있다. 현재까지의 계약 내용에는 공군에 전달될 초도물량이 40대로 정해져 있지만, 해당 연구보고서는 이를 20대로 제한하고자 한다. 이는 KF-21의 기대 매출이 절반으로 감소할 수 있다는 의미이다. 또한 기존 KF-21 생산 계획이 40대로 정해져 있을 때에는 한 대의 가격이 700억 대 수준이지만, 20대로 대폭 축소될 경우에는 한 대당 가격이 F-35와 비슷한 수준으로 상승하여 결과적으로 가격 경쟁력을 완전히 상실하게 된다. 하지만, 한국국방연구원의 보고서가 잠정결론에 불과하며, 국방부는 기존의 양산 계획이 타당하다는 의견을 유지하고 있다. 현 정부 또한 20대 초도 양산 이후, 무장 시험에 성공하는 경우 20대를 추가적으로 양산할 절충안을 제시하고 있어, KF-21 사업이 기존의 계획에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다.

해당 전투기는 인도네시아와 컨소시엄을 통해 제작되었는데, 인도네시아가 현재까지 분담금을 납부하지 않고 있다. 예정된 계약 내용에 따르면 전체 개발비 중 20%에 해당하는 약 1조 7000억 원을 2026년까지 지불해야 한다. 하지만 인도네시아는 2019년까지 2,272억 원만 납부하고 이후로는 부족한 예산 등을 이유로 4년 가까이 분담금을 납부하지 않고 있다. 이 분담금은 인도네시아가 한국 정부에 지불해야 하는 금액으로 당사가 체불로 인해 받는 직접적인 피해는 없다. 하지만 당사는 개발연구 과정에서 많은 부분 정부와 국방부로부터 지원을 받고 있다. 한국 정부가 빠른 시일 내에 필요한 자금을 조달 받지 못하거나, 컨소시엄 대체 파트너를 찾지 못할 경우 국방 예산에 제한된다. 따라서, 장기적으로 보았을 때, 당사의 제품의 가장 주요한 납품처인 군과 정부가 위기를 겪게 될 경우 간접적인 불이익이 발생할 수 있다.

자료 18. KF-21 한국-인도네시아 분담금 현황 (단위: 억 원)



자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 1팀

IV. Valuation

매출 추정 논리

매출 추정은 완제기 수출 사업, 국내 사업, 기체부품 사업으로 구분하여 1Q20부터 4Q27F까지를 분기별로 진행했다. 또한, 각 사업부별로 계약 종료일이 2020년 이후에 해당하는 모든 단일판매공급계약 공시를 통해 현재 매출이 발생 중인 계약들에 대한 분기별 매출액을 추정했다. 공시되어 있는 각 계약의 4Q23F 기준 수주 잔고는 해당 사업부의 과거 매출액 추이를 반영하여 추정했다. 이후 계약 기간이 남아 있는 각 계약에서 4Q23F부터 발생할 분기별 매출액은 수주잔고를 잔여 계약 분기 수로 나눠 추정했다.

사업보고서 상 진행률이 기재되어 있는 계약의 과거 분기별 매출액은 계약금액에 당분기말 진행률과 직전분기말 진행률의 차이를 곱해 계산했다. 이들 계약 또한 향후 매출 추정은 각 계약별 수주잔고를 잔여 분기 수로 나눠 추정했다.

완제기 수출 사업의 경우 폴란드향 48대 대규모 수주로 CAPA와 관련하여 지금 당장은 매출 반영이 어려운 상황이므로 수출 잠재국과 계약 체결 시 수주 잔고만 증가하는 것으로 반영했다.

국내 방산 사업의 경우 체계개발 사업들의 초도 양산과 양산 중인 제품들의 후속 양산을 미래의 수주로 가정하여 반영했다. 또한, 수리부속류 PBL 사업 또한 미래의 수주로 가정했다. 기체부품 사업은 Airbus와 Boeing의 완제기 인도량 추이와 향후 예상치를 반영하여 추정했다.

UJTS 수주에 따른 매출의 경우 과거 T-X 사업과 진행률을 기반으로 추정했다. T-X 사업은 최소 351대의 항공기를 생산하는 조건으로 197억 달러의 사업예산이 편성되었다. 따라서 최소 145대를 생산하는 UJTS의 사업예산은 81억 달러로 가정한다. 총 생산대수가 줄어들기 때문에 사업예산이 81억 달러보다 증가할 가능성이 존재하나 보수적으로 추정했다. 이후 T-X 사업이 확정된 2018년 9월을 기준으로 현재까지의 미국 생산자 물가상승률과, 업체선정이 이루어질 시기로 예상되는 2024년 말까지의 생산자 물가상승률 예상치를 반영했다.

입찰가 또한 과거 T-X 사업 당시 사업예산 대비 KAI의 입찰가를 기반으로 추정했다. T-50은 2005년 첫 생산을 시작으로 내년이면 20년에 가까운 기간이 경과하게 된다. 수출 또한 꾸준히 이루어지고 있어 이미 규모의 경제를 달성했고 이에 따라 획기적인 비용절감이 실현되기 어렵다. 또한 T-X 사업 당시 KAI 측에서 사업달성을 위해 마진을 거의 남기지 않고 입찰가를 제시했다고 밝혀 T-X 사업을 기반으로 추정한다 하더라도 이보다 낮은 입찰가를 제시하기 어려운 상황이기에 합리적인 가정이라 판단한다.

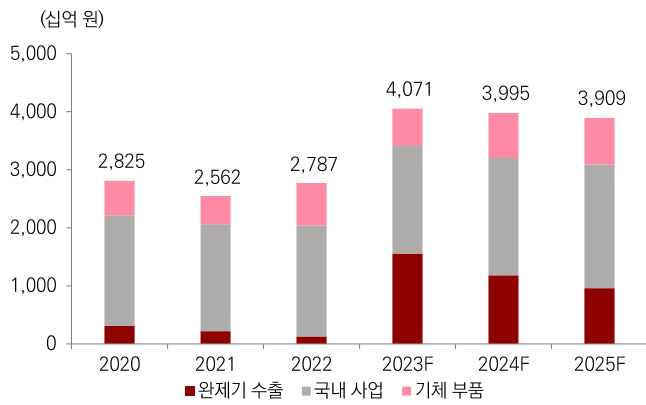
사업달성 이후 매출은 미 해군이 제공한 UJTS 사업 RFI에 기재된 연도별 생산량을 기반으로 진행률에 따라 추정했다. RFI에 따르면 항공기 생산은 2025년 5대, 2026년 15대가 생산되며 2027년부터 2031년까지는 연간 25대가 생산된다. 미군에 납품되는 항공기는 모두 최종생산이 미국에서 이루어지는 것을 조건으로 하며 록하드마틴에게 우선적으로 수익이 배분된다. 이에 따라 록하드마틴과 KAI의 수익배분(6:4)을 기준으로 하여 최종적으로 연도별 매출을 추정했다.

자료 19. 한국항공우주 주요 사업 매출 추정

(십억 원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
완제기 수출	311	218	127	1,556	1,182	959	912	897
YoY%		-29.9%	-41.5%	1123.1%	-24.0%	-18.9%	-4.9%	-1.6%
Share%	11%	8%	5%	38%	30%	25%	23%	25%
말레이시아 (FA-50 경전투기 수출사업 계약)	-	-	-	113	188	188	188	188
폴란드 (FA-50 항공기 공급 사업 실행계약)	-	-	-	1,052	664	664	664	664
인도네시아 (T-50i 추가 도입 수출)	-	-	-	91	91	91	-	-
태국 (T-50TH 4단계 사업 수출)	-	10	47	33	-	-	-	-
T-50IQ CLS/교육훈련 사업	-	-	30	158	238	-	-	-
미국 UJTS FA-50 145대	-	-	-	-	-	15	59	44
수주 잔고	-	-	-	-	428	1,676	1,506	1,307
사업 예산(천만 \$)	3,294	3,462	3,759	3,914	4,026	-	-	-
미국 생산자물가상승률	0%	5%	5%	1%	2%	-	-	-
도입 대수	-	-	-	-	-	5	25	40
입찰가(추정)	-	-	-	-	-	81%	81%	81%
수익 배분(추정)	-	-	-	-	-	40%	40%	40%
국내 사업	1,903	1,843	1,916	1,855	2,020	2,133	1,961	1,664
YoY%		-3.1%	4.0%	-3.2%	8.9%	5.6%	-8.1%	-15.1%
Share%	67%	72%	69%	46%	51%	55%	49%	46%
KUH/LAH 계열 (회전익)	918	385	555	691	577	749	776	743
소형무장헬기(LAH) 최초양산	-	-	41	78	61	61	93	93
소해헬기 체계개발	-	-	-	45	100	100	100	81
상륙공격헬기 체계개발	-	-	-	86	128	128	124	110
KUH(수리온) 해양경찰헬기 공급계약	-	5	17	16	12	-	-	-
수리온(KUH-1) 4차 양산	123	119	274	264	276	249	249	249
KUH(수리온) 소방헬기 공급계약 체결	6	6	14	-	-	-	-	-
KUH-1P(수리온) 경찰청헬기 공급계약 체결	10	8	19	4	-	-	-	-
KUH-1(수리온) 후속양산(3차)	432	133	38	-	-	-	-	-
의무후송전용헬기 항공기 등 16항목	141	-	-	-	-	-	-	-
KUH(수리온) 경찰청헬기 공급	7	-	-	-	-	-	-	-
상륙기동헬기(MUH) 초도양산	130	42	96	198	-	211	211	211
소형무장헬기(LAH) 체계개발 사업	68	71	57	-	-	-	-	-
방산 기타	978	1,461	1,360	1,174	1,443	1,384	1,185	921
초소형위성체계 SAR검증위성(K모델)	-	-	-	12	16	16	16	16
백두체계능력보강 2차	-	-	57	131	206	206	206	154
T-50계열 수리부속 PBL 2차 사업	62	19	-	-	-	-	-	-
Link-K(완성형) 항공기 체계통합	16	16	37	35	37	33	33	33
수리온(KUH-1) 수리부속 1차 PBL	-	11	25	24	26	26	22	22
KT/A-1 항공기 수리부속 PBL 3차 사업	7	6	13	5	-1	2	12	12
T-50계열 기체 수리부속 PBL 3차 사업	-	12	50	44	43	43	45	45
차기군단 정찰용 무인항공기(UAV) 체계개발	45	15	32	-165	29	29	7	0
FA-50 IFF/Link-16 성능개량	19	7	13	12	12	12	-	-
국내개발 군단UAV 3차 PBL사업(정비/보급)	9	4	7	5	6	6	6	6
수리온(KUH-1) 창정비 요소개발 사업(기체외)	18	6	13	11	11	12	12	12
425사업 SAR위성체	90	114	108	113	43	53	84	84
상륙기동헬기 성과기반 군수지원(PBL)	6	2	4	4	4	4	4	4
KT/A-1 항공기 수리부속 PBL 2차 사업	11	-	-	-	-	-	-	-
전술입문용훈련기 2차(TA-50 Block2) 사업	211	78	179	152	69	-	-	-
한국형전투기(KF-X) 체계개발사업 계약	483	1,172	824	790	942	942	738	533

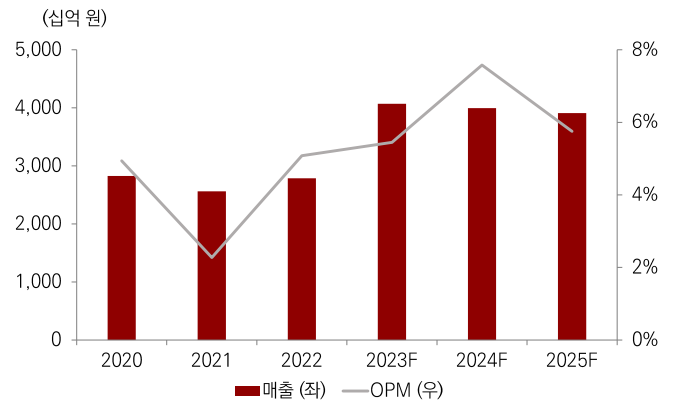
자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 20. 한국항공우주 사업부별 매출 추정



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 21. 한국항공우주 매출액 및 영업이익률



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

비용 추정 논리

기본적으로 매출원가는 변동비성 비용으로 판단하고 계정별 특성을 반영하여 추정했다. 판관비 중에서 차량유지비, 임차료, 기타 계정은 고정비성 비용으로, 이외 비용들은 계정별 특성에 따라 개별적으로 판단했다. 2022년 12월 28일, 한국항공우주는 조직개편과 함께 임직원의 20%를 감축한 바 있다. 따라서 2023년 이후 종업원급여 추정에 있어서 종업원 수를 3Q23를 기준으로 삼아 향후 급여를 추정했다.

매출원가의 원재료 매입액은 2022년의 전체 매출액 대비 원재료 매입액 평균 비율을 향후 매출에 반영해 추정했다. 2020년부터 전체 매출액 대비 원재료 매입액의 비율이 지속적으로 증가했으며 폴란드항 수주를 이뤄낸 2022년 가장 높은 5.3%를 기록하였다. 동사는 지속적인 해외 완제기 수출 사업의 확대가 예상되므로 향후에도 2022년과 같은 비율만큼 원부재료 및 저장품 매입액이 발생할 것이라고 가정하였다.

동사는 2026년 이후 CAPA 증설이 예정되어 있다. 이를 감가상각비 추정에도 반영했다. 유형자산 중 건물 및 구축물의 경우, 계정별로 지정된 내용연수대로 정액법으로 상각했다. 이후 추정도 마찬가지로 신규 투자금을 내용연수로 나누어 정액법으로 상각해주었다.

자료 22. 한국항공우주 재고자산 원가 추정

(십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
재고자산 취득원가	1,227	1,260	1,437	1,680	1,815	1,782	1,744
매출액 대비		45%	56%	60%	45%		
재고자산 평가총당금	27	63	113	87	92	90	88
총당금 비율	2%	5%	8%	5%	5%		
재고자산 장부금액	1,200	1,197	1,325	1,593	1,724	1,692	1,656
재고자산 변동액		-3	128	268	131	-32	-36

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 23. 한국항공우주 급여 추정

(십억 원, 명)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출원가 급여	435	450	449	421	430	441
직원수	1,310	1,391	1,403	1,260	1,260	1,260
1인당 매출원가 급여	0.33	0.32	0.32	0.33	0.34	0.35
임금상승률				4%	2%	3%
생산직 직원수	1,310	1,391	1,403	1,260	1,260	1,260
생산 투입 능력	1,069	1,135	1,145	1,028		
설비량	1,550	1,694	1,703	1,918	2,294	2,762
증가율				13%	20%	20%
설비 증가 계획				196	377	468

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 24. 한국항공우주 추정 손익계산서

(십억 원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,825	2,562	2,787	4,071	3,995	3,909
YoY	n.a	-9.3%	8.8%	46.1%	-1.8%	-2.2%
매출원가	2,493	2,255	2,413	3,557	3,400	3,385
재고자산 원가	1,311	1,137	1,230	2,289	2,086	2,036
종업원급여	435	450	449	421	430	441
감가상각비와 무형자산상각비	130	140	130	176	226	265
지급수수료	74	75	88	118	116	113
기술개발비	200	177	97	139	134	129
외주가공비	263	187	203	324	318	312
여비교통비	5	7	10	11	11	11
기타비용	74	83	205	79	79	79
매출총이익	332	307	374	514	595	524
판매비와관리비	192	249	232	292	292	299
급여	50	57	63	68	69	71
퇴직급여	6	7	7	7	7	7
복리후생비	10	12	13	14	14	15
여비교통비	2	3	6	5	5	5
세금과공과	2	2	2	3	3	3
접대비	0	1	1	1	1	1
차량유지비	0	0	0	0	0	0
수선비	18	43	23	27	31	39
감가상각비	2	3	3	4	5	6
지급수수료	19	31	20	35	34	34
무형자산상각비	2	4	2	3	4	5
임차료	1	1	1	1	1	1
광고선전비	2	6	8	8	8	8
대손상각비(환입)	19	9	(29)	3	(0)	(0)
운반비	6	11	16	17	17	16
경상개발비	43	48	89	86	83	79
기타	9	8	9	9	9	9
영업이익	140	58	142	222	303	225
금융수익	46	54	110	70	70	70
금융비용	82	47	132	86	86	86
기타영업외수익	42	30	11	24	24	24
기타영업외비용	63	41	7	14	14	14
지분법 및 관계, 종속기업 관련 손익	0	0	(1)	(1)	(1)	(1)
법인세비용차감전순이익	82	54	122	215	296	218
법인세비용	10	1	6	50	78	50
계속영업이익(손실)	72	53	116	165	218	168
중단영업이익(손실)	-	-	-	-	-	-
당기순이익	72	53	116	165	218	168
당기순이익(지배)	75	64	118	168	220	170
당기순이익(비지배)	(2)	(11)	(3)	(3)	(3)	(3)

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

Historical PBR Method

한국항공우주에 대해 투자 의견 ‘BUY’, 목표주가 69,400원을 제시한다. 동사가 속해 있는 자본집약적 산업 특성 상 수주 잔고의 증가가 수익성의 등락폭을 결정하는 가장 큰 요인이 된다. 이는 주가 상승을 견인하는 신규 수주가 향후 확실한 이익 증대의 기반을 이루기 때문이다. 이에 따라 PBR Method로 밸류에이션을 진행하였다.

시장에서 폴란드향 수주 체결과 이집트향, UJTS향 사업 진행 상황에 주목하는 이유는 각 국가가 수출길의 교두보가 될 것으로 기대하기 때문이다. 실제로 슬로바키아의 경우는 폴란드향 수주가 교두보 역할을 하여 RFP제출 단계까지 사업이 진전되었으며, 다른 주변국들 역시 지속적으로 동사의 제품에 관심을 표하고 있는 상황이다. 당사와 현지 생산에 합의를 이집트는 중동 지역으로 가는 징검다리가 될 수 있으며, 미국의 전투훈련기로 선정될 경우 전 세계적인 홍보효과를 기대할 수 있다.

따라서 2024년 동사가 놓일 상황은 2011년 인도네시아향 수출 계약을 체결한 뒤 4년간 동남아향 수주를 연쇄적으로 이뤄냈던 때와 유사하다고 판단했다. 이에 따라 2011년부터 2014년까지의 동사의 4년 평균 PBR인 3.55를 목표 멀티플로 설정했다.

자료 25. Historical PBR Method

PBR Valuation		
	2024F	Note
BPS	19,525	
Target PBR	3.55	2011-2014년 동사의 평균 PBR
주당 공정가치 (원)	69,312	
유통주식수 ('000)	97,475	
목표 시가총액 (조 원)	6.76	
목표 주가 (원)	69,400	
현재 주가 (원)	46,000	2023.11.17. 종가
상승 여력 (%)	50.9%	

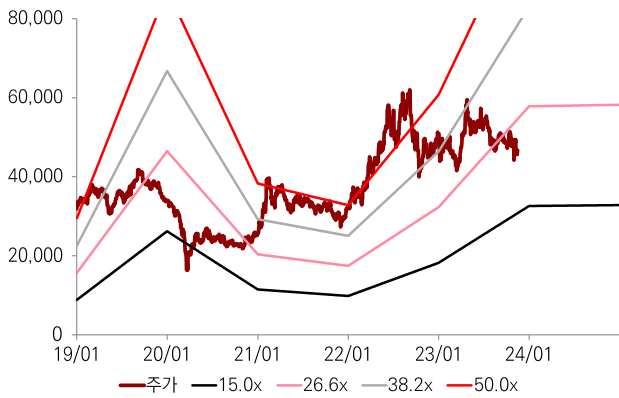
자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

자료 26. 한국항공우주 BPS 추정

(십억 원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
기초 자본	1,142	1,195	1,269	1,428	1,631
NI	75	64	118	168	220
OCI	17	30	59	55	72
배당금	-39	-19	-19	-19	-19
기타	1	-	-	-	-
기말 자본	1,195	1,269	1,428	1,631	1,903
유통주식수 (천 주)	97,475	97,475	97,475	97,475	97,475
BPS	12,264	13,023	14,648	16,729	19,525

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정, 주) 지배기업 귀속 자본 기준

자료 27. 한국항공우주 PER 밴드



자료: Quantwise, KUVIC 리서치 1팀

자료 28. 한국항공우주 PBR 밴드



자료: Quantwise, KUVIC 리서치 1팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.